

CONSOB

dalle condizioni dell'attuale contesto economico. In presenza di tassi di interessi prossimi allo zero ed in assenza di trend di mercato evidenti molti asset manager attribuiscono una rilevanza crescente all'asset allocation tattica e sono quindi costantemente alla ricerca di spunti di investimento su orizzonti temporali brevi, compresi tra i 3 e i 6 mesi. In tal senso l'eliminazione delle trimestrali farebbe venir meno una fonte utile di informazioni ma probabilmente non cambierebbe in modo strutturale l'orientamento dei gestori di fondi comuni. A tal fine servirebbe un cambiamento culturale più profondo" sulla base del quale "i managers dovrebbero progressivamente svincolarsi dalla richieste di previsione sulle performance di breve e brevissimo termine, fornendo viceversa più informazioni sulle strategie adottate e i rischi di lungo periodo. Difficilmente dunque l'eliminazione delle trimestrali può servire da sola ad estinguere lo short termism del mercato, pur se può offrire un segnale di cambiamento culturale in tale direzione".

Anche il contributo inviato dall'Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici "Angelo Sraffa" dell'Università Bocconi identifica uno stretto legame fra "miopia" degli investitori e tecniche di "gestione" dei risultati da parte degli amministratori. *"Al legame tra la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali e il c.d. short-termism è stato ricondotto un rilevante incentivo all'utilizzo da parte dell'emittente di tecniche di earnings management, allo scopo di mostrare una crescita continua dell'utile dell'emittente di trimestre in trimestre e di confermare, sotto questo profilo, le aspettative del mercato e degli analisti finanziari. La riflessione economica e giuridica, anche internazionale, da tempo dunque sottolinea come le relazioni finanziarie trimestrali possano incentivare strategie di investimento di breve periodo. Se esiste quindi il rischio che informazioni contabili periodiche trimestrali incentivino una sub-ottimale ottica di breve periodo, a scapito di scelte gestionali destinate alla creazione di valore duraturo nel tempo, occorre quindi grande cautela nell'imporre la pubblicazione di tali informazioni con una simile periodicità, pur nella consapevolezza che l'eliminazione di tale onere informativo non è di per sé sufficiente a superare la tendenza e privilegiare strategie di breve o brevissimo periodo".*

Dall'esame dei contributi degli operatori di mercato appare possibile effettuare valutazioni più nette. Quanto rappresentato nel contributo di ASSONIME, avvalorata la tesi che le cause della "miopia" sarebbero soprattutto interne alle imprese, a tal fine ricordando che *"in letteratura diversi studi hanno evidenziato gli effetti "reali" dell'informativa trimestrale obbligatoria sulla propensione allo short-termism degli amministratori di società i quali, sotto la pressione del mercato, tendono a privilegiare progetti di investimento con alti rendimenti a breve termine a scapito di strategie di medio - lungo termine".*

Anche in questo caso sembra che le caratteristiche di base del settore incidano in modo rilevante sulla natura del problema. Secondo il contributo di ANIA, infatti, *"le trimestrali comportano un eccessivo orientamento ai risultati reddituali di breve termine richiamando l'attenzione degli investitori. A parità di altre condizioni, risultano quindi più penalizzate, le entità, come le imprese assicurative, che sono strutturalmente vocate al lungo termine. L'autorevole International Integrated Reporting Council (IIRC) considera la reportistica trimestrale un ostacolo a sviluppare una cultura del lungo termine nei mercati finanziari".* Tali considerazioni sono riprese nel contributo di UNIPOL, secondo cui *"le informative annuali e semestrali permettono di meglio rappresentare strategie di medio/lungo termine. Queste considerazioni [...] assumono un significato di particolare rilievo per il settore assicurativo, nel quale il business è necessariamente orientato verso un'ottica di lungo periodo".*

CONSOB

Il contributo di ASSOGESTIONI ha evidenziato che diversi portfolio manager rilevano come le segnalazioni che si concentrano su *performance* a breve termine non siano necessariamente favorevoli alla costruzione di un *business sostenibile*.

Un emittente (ASCOPIAVE) tiene a precisare che la pressione interna alla gestione dei flussi non è inevitabile e può essere contrastata attraverso la definizione di un opportuno sistema di incentivi: *“rispetto alla supposta modificazione dei comportamenti del management in ragione della pubblicazione dei risultati trimestrali, non possiamo esprimere parere positivo: fin dalla quotazione il gruppo ha riservato al management un piano di incentivazione legato ai risultati maturati in una pluralità di esercizi”*.

A ridimensionare decisamente il nesso fra pubblicazione delle informazioni trimestrali e *short-termism* sono analisti, consulenti e revisori. Per un rispondente (Dott. Marco Bava) si tratterebbe di un *“luogo comune privo di significato”*. In modo più sfumato, il contributo di ASSIREVI rileva come non si potrebbe ritenere che la pubblicazione di relazioni finanziarie periodiche con cadenza trimestrale *“possa di per se incoraggiare le imprese e gli investitori a privilegiare performance con tale orizzonte temporale a discapito di strategie di investimento di lungo periodo”*.

Il contributo dell’AIAF riporta che *“se il problema è quello di mitigare lo “short-termism” degli investitori, eliminare le trimestrali ci appare una soluzione dirigistica, che sovrappone e confonde gli effetti con le cause del problema. Per chi ne conserva ancora memoria, l’esperienza precedente all’introduzione delle trimestrali ci dice che tale volatilità risulta amplificata quando l’intervallo di “aggiustamento delle aspettative” si allunga da tre a sei-sette mesi; l’intuito dovrebbe sopperire alla assenza di memoria (o all’amnesia) per tutti gli altri”*.

Il contributo del CFA Institute da una parte ha riconosciuto che *“l’ossessione sui risultati di breve periodo porta alle conseguenze non volute di distruggere valore nel lungo periodo, diminuire l’efficienza dei mercati, ridurre i rendimenti degli investimenti e rallentare gli sforzi di rafforzare la corporate governance”*. D’altro canto, prosegue il medesimo rispondente, *“va tuttavia fatto notare come la pubblicazione o meno di relazioni trimestrali sia un falso problema se altri aspetti riguardanti la diffusione delle informazioni non sono affrontati. L’eliminazione delle relazioni trimestrali per favorire un maggior focus degli investitori sul lungo periodo rischia di distogliere l’attenzione da fattori ben più importanti. Non è chiaro se passare da rendiconti trimestrali a semestrali spingerà effettivamente il management delle aziende a prendere decisioni di più lungo respiro ed allo stesso modo questo non allevierà certo la tendenza al cosiddetto earnings smoothing. Infine, con la divulgazione dei dati finanziari ad intervalli di sei mesi il gap tra informazioni pubbliche e private si allargherà, facendo aumentare la tentazione per operazioni di insider trading e a tutto svantaggio degli investitori individuali che hanno minor accesso al management delle aziende rispetto agli investitori istituzionali. È opinione di CFA Institute che focalizzarsi sulla tempistica delle relazioni finanziarie sia una sorta di “falso bersaglio” che non risolverà il problema di short-termism”*.

La società di consulenza DIAWONDS, nel proprio contributo, ha evidenziato che *“un investitore, se “ragionevole”, non attribuisce “eccessiva” attenzione ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti. A parere dello scrivente, quanto maggiore sia la periodicità delle*

CONSOB

informazioni comunicate al mercato tanto minore sia presumibilmente la volatilità dei corsi al momento della comunicazione delle informazioni al mercato”.

Se, però, i processi decisionali deviano dalla piena razionalità, la soluzione sarebbe legata all'apprendimento (riduzione dinamica dei *bias*) e al miglioramento della cultura finanziaria (e delle euristiche utilizzate), mentre difficilmente la soluzione potrà derivare dal razionamento delle informazioni a disposizione del mercato. Ciò appare ancor più evidente ove si consideri che, in assenza degli obblighi periodici *che impongono agli emittenti di rendere pubbliche informazioni sul proprio andamento economico*, la tutela degli investitori sarebbe garantita dall'espansione dell'ambito oggettivo degli obblighi di informativa continua, per i quali “nessuna notizia” è comunque una notizia, poiché implica che l'emittente non sia al corrente di informazioni aventi un carattere preciso, *che non siano state rese pubbliche*, che lo riguardino direttamente o indirettamente, e che, se rese pubbliche, potrebbero avere un effetto significativo sui prezzi dei relativi strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati.

2.5 Accesso delle società, in particolare piccole e medie, al mercato dei capitali

Nell'ambito dei contributi pervenuti, risulta maggioritaria la posizione secondo cui l'introduzione selettiva per alcune categorie di emittenti degli obblighi di pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive determinerebbe effetti negativi sulla trasparenza del mercato, in accordo con quanto sostenuto dalla Commissione Europea, mentre lasciare agli emittenti la possibilità di valutare la pubblicazione su base volontaria di tale informativa viene considerata l'opzione in grado di favorirne in qualche misura la quotazione.

Il contributo del CFA *Institute* è risultato concorde con l'orientamento di evitare “*double reporting standards*”: “*in linea di principio non supportiamo la creazione di standard contabili separati per entità differenti siano essi basati sulle dimensioni dell'azienda, sulla sua struttura legale o sul suo domicilio. La creazione di principi differenziati ostacolerebbe pertanto l'analisi finanziaria ed il corretto processo di investimento. Ancora più importante, la creazione di una “contabilità speciale” per le PMI potrebbe essere vista dagli investitori come di qualità inferiore, con minor divulgazione delle informazioni essenziali, che potrebbe certamente portare ad una riduzione degli oneri regolatori ma anche ad un maggior costo del capitale per le PMI per compensare per questo rischio di minore trasparenza*”.

Nello stesso senso, il contributo dell'AIAF ha evidenziato che “*un livello insufficiente d'informativa societaria potrebbe inoltre indurre alcuni analisti a sospendere il coverage in quanto non verrebbe più garantito quel corretto grado di approfondimento delle analisi societarie necessario per svolgere in modo professionale il proprio lavoro. In particolare, questo rischio, è tanto più presente nel caso delle Small & Mid Caps molte delle quali, già oggi, soffrono per un numero ridotto di coperture da parte degli analisti finanziari*”. Tali considerazioni sono avvalorate dai riscontri effettuati dalla Consob con riferimento ai dati relativi al grado di copertura delle società quotate oggetto di ricerche e raccomandazioni monografiche da parte degli intermediari abilitati.

Con riferimento all'accesso al mercato, il contributo di ASSONIME ha evidenziato un aspetto che può favorire non solo le piccole e medie imprese ma tutti i soggetti che intendono quotarsi quando

CONSOB

“fa presente [...] che, con l’abolizione dell’obbligo di pubblicazione di informazioni trimestrali, le società beneficerebbero di una più ampia finestra temporale per accedere al mercato dei capitali e del credito, svincolata dall’attesa dei risultati di breve periodo che, come ci è stato segnalato, può rendere particolarmente difficoltoso il perfezionamento delle operazioni di finanziamento o di emissioni di bond nei periodi a ridosso della pubblicazione dei dati trimestrali”.

Il contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) ha fatto presente che *“secondo diverse analisi svolte sul mercato italiano, nella percezione delle imprese domestiche non quotate la riduzione dell’informazione periodica infrannuale rappresenta uno dei fattori più importanti per incentivare la quotazione in borsa, stante la notoria ritrosia delle aziende nostrane ad aprirsi al mercato dei capitali anche a causa degli elevati costi”.*

Non sono mancate, d’altro canto, interpretazioni differenti, come emerso dal contributo del Prof. Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore), il quale *“non [...] ritiene che la predisposizione e la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali determini un significativo impatto negativo sulle possibilità di accesso ai mercati regolamentati”.* Secondo il contributo della DIAWONDS, infine, *“la semplice comunicazione di informazioni finanziarie con cadenza trimestrale e senza commento non potrebbe incidere negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati trattandosi di informazioni presumibilmente già disponibili”.*

2.6 Ottica comparatistica

L’aspetto comparatistico costituisce un elemento fondamentale rispetto alle valutazioni che la legge impone ai fini dell’eventuale introduzione di nuovi obblighi di informazione periodica. Le valutazioni circa l’onerosità eccessiva, l’utilità per gli investitori, l’incentivo a scelte miopi e la limitazione all’accesso delle piccole e medie imprese devono infatti tenere conto dell’eventuale svantaggio che un obbligo previsto a livello esclusivamente nazionale può determinare per i soggetti che eleggano l’Italia quale Stato membro d’origine. Alla luce di quanto emerso nell’ambito del procedimento di attuazione della nuova Direttiva *Transparency*, gli unici Paesi che hanno imposto la pubblicazione del resoconto intermedio di gestione sono la Spagna e la Polonia, mentre gli altri Paesi (e tra essi il Regno Unito, la Francia e la Germania) hanno optato per il mantenimento della sola informativa annuale e semestrale.

Come rappresentato nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi), *“bisogna considerare gli eventuali svantaggi competitivi connessi alla mancanza del medesimo obbligo per i competitor stranieri,”* anche se *“la cancellazione delle trimestrali ridurrebbe il patrimonio di informazioni accessibili a tutti gli investitori, inclusi gli investitori istituzionali minori ed il pubblico retail” [...]* favorendo il *“probabile aumento della volatilità dei prezzi, specialmente in prossimità del rilascio di nuove informazioni”.* Pertanto *“l’eliminazione favorirebbe una maggiore uniformità regolamentare coerente con l’obiettivo di creazione di un mercato unico dei capitali”.*

Molti rispondenti hanno indicato come modello di riferimento la scelta operata dall’ordinamento della Francia, ove, pur non introducendo alcun obbligo, l’*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) ha raccomandato alle società alcuni principi da seguire in caso di pubblicazione volontaria.

CONSOB

Il contributo dell'ANIA ha ritenuto *“fondamentale l’omogeneità con le scelte operate dai Regulator di mercato di UK, Francia e Germania. La scelta dell’autorità francese rappresenta un potenziale role model per l’Italia”* (cfr. altresì il contributo di ASSIREVI).

Il contributo di ASSONIME ha ricordato che *“la maggior parte dei paesi europei ha eliminato l’obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione, lasciando le società di tutti i settori sostanzialmente libere di decidere se pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive e, in questo caso, quali informazioni pubblicare”*. Tale orientamento appare condiviso anche dal contributo di ASSOGESTIONI⁸.

Il contributo di LUXOTTICA ha posto in evidenza *“cha a livello europeo le principali società comparabili comunicano i risultati su base semestrale limitandosi nel 1° e 3° semestre alla comunicazione del fatturato. L’abolizione dell’obbligo consente quindi di allineare la comunicazione a quella dei principali concorrenti stranieri”*. Peraltro, secondo il contributo di UNIPOL, in Europa *“vi è un chiaro orientamento a favore dell’eliminazione dell’obbligo di pubblicare resoconti intermedi di gestione”*. La società *“concorda con tale impostazione, consentendo, al contempo, a ciascun emittente, il mantenimento della pubblicazione delle trimestrali, su base volontaria, potendo definire contenuti, tempistica e modalità di diffusione delle informazioni ritenuti più idonee, in virtù dei corrispondenti e specifici benefici attesi”*.

L’esigenza di uniformare le regole nazionali a quanto previsto da altri Stati membri dell’U.E. è emersa nel contributo dell’Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” dell’Università Bocconi, secondo cui *“l’eliminazione dell’obbligo di pubblicazione dell’informativa periodica trimestrale può utilmente apprezzarsi anche nella prospettiva di favorire la competitività del sistema a beneficio degli emittenti aventi l’Italia come Stato membro d’origine, in considerazione delle scelte effettuate finora negli altri ordinamenti europei”*.

2.7 Elementi informativi

L’adozione di una soluzione regolamentare fondata sulla volontarietà renderebbe opportuna la raccomandazione di determinati contenuti minimi e principi di qualità redazionale, al fine di garantire la comparabilità fra i dati eventualmente pubblicati, salvaguardare la qualità delle informazioni e, quindi, i benefici dell’informativa al mercato, disincentivando inoltre la pubblicazione “opportunistica” di informazioni sull’andamento economico.

Tale necessità non sembrerebbe condivisa (sul piano regolamentare) dal contributo di ASSONIME, che, nel richiedere una scelta regolatoria che garantisca la piena flessibilità, fa riferimento ad una propria Circolare⁹, nella quale sono già stati definiti dei principi guida per gli emittenti e che

⁸ *“Condividiamo l’orientamento già espresso dalle Autorità competenti di numerosi Stati membri, le quali, manifestando l’intenzione di non volersi avvalere della facoltà concessa dalla Direttiva 2013/50/UE, lascerebbero comunque la possibilità agli emittenti di pubblicare le relazioni intermedie su base volontaria.”*

⁹ Per le modalità di accesso alla Circolare si fa riferimento alla pagina: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=265275&idTipologiaDettaglio=451&cPage=1&backPage=listaElenco#>

CONSOB

dovrebbe costituire la base per un'*autoregolazione* degli emittenti volta a tutelare la qualità delle informazioni pubblicate.

Di diverso orientamento è risultato il contributo di ASSIREVI, ove si “*ritiene auspicabile una riflessione su quali debbano essere le informazioni di maggiore rilevanza al fine di rappresentare adeguatamente il business model aziendale e la connessa performance nella prospettiva della rendicontazione di medio-lungo periodo. Sarebbe quindi opportuno che fossero identificate da parte delle autorità le informazioni che, pur fornite in sede di trimestrale, concentrino l'attenzione sulle variabili chiave*”. Anche secondo il contributo di ASSOGESTIONI, un *set* di raccomandazioni relative al contenuto informativo “*avrebbe il vantaggio di assicurare un approccio uniforme, costante e significativo per la formulazione delle scelte di investimento da parte degli operatori di mercato e potrebbero tenere in considerazione, oltre al settore di appartenenza, anche il ciclo di business e le dimensioni delle società*”.

Sempre in ordine al contenuto informativo, nel contributo del Prof. Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore) si “*ritiene che, relativamente ai contenuti delle informazioni trimestrali, quanto previsto dall'attuale principio contabile internazionale IAS 34 sia sufficiente*”.

Alcuni partecipanti alla consultazione hanno approfondito il tema fino a identificare alcuni elementi informativi ritenuti fondamentali.

Nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) è riportato che “*i dati essenziali ritenuti utili (Key Performance Indicators) dagli analisti finanziari sono almeno tre e riguardano tipicamente l'evoluzione del fatturato, la marginalità operativa e un indicatore di esposizione finanziaria (debito su mezzi propri o posizione finanziaria netta)*”.

Secondo il contributo del Dott. Marco Bava assumerebbero rilevanza i seguenti dati: “*posizione finanziaria netta, autofinanziamento, flusso di cassa, tasso interno di rendimento, tasso medio passivo*”.

Nel proprio contributo, AIAF ha riportato tre gruppi di indicatori, distinti in categorie relative al settore in cui opera l'emittente:

- *Società industriali*: Fatturato, EBITDA, PFN, eventi di rilievo nel trimestre, dati integrativi per imprese industriali (in senso stretto), imprese di servizi e imprese operanti su commessa.
- *Banche*: Margine d'interesse, Commissioni nette, Margine d'intermediazione, Risultato della gestione operativa, *Common Equity Ratio*, *Buffer di Fully Loaded Common Equity Ratio* vs requisiti *SREP* più *SIB*, livello “*Stock*” partite incagliate e crediti di dubbia esigibilità, riserve e fondi accantonati.
- *Assicurazioni*: Premi emessi complessivi, Premi vita, Premi danni, Risultato operativo, Risultato operativo vita, Risultato operativo danni, Investimenti complessivi, *Asset Under Management*, Patrimonio netto, *Solvency 1 e 2 ratio*.

Secondo il contributo della DIAWONDS, “*volendo specificare il contenuto minimo necessario per formulare scelte di investimento per le società non finanziarie o assicurative, sicuramente talune informazioni finanziarie presenti nel rendiconto finanziario (i flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, gli investimenti effettuati in immobilizzazioni materiali, gli interessi corrisposti sul*

CONSOB

debito, le tasse corrisposte) avrebbero massimo rilievo. Ulteriori informazioni riguardano: i ricavi, il MOL, il margine operativo netto, l'utile netto, il totale delle attività correnti, il totale delle attività, le disponibilità liquide e gli investimenti assimilabili, le passività correnti, il totale delle passività, il patrimonio netto, i debiti finanziari correnti, i debiti finanziari di lungo periodo. Inoltre sarebbe necessario conoscere il numero delle azioni emesse e flottanti al termine del periodo di riferimento, per categoria, con separata indicazione del numero delle azioni proprie. Per le società finanziarie o assicurative le informazioni sono quelle già previste nei prospetti periodici”.

Infine, anche il *CFA Institute* ha rappresentato nel proprio contributo dei suggerimenti per migliorare la qualità della comunicazione tra aziende ed investitori, in relazione alla pubblicazione di informazioni periodiche:

- 1) Il ruolo dei rendiconti finanziari è di fornire le informazioni necessarie non solo agli azionisti ma anche ai creditori e agli altri fornitori di capitale di rischio.*
- 2) Le informazioni fornite devono superare una soglia minima di significatività.*
- 3) Eliminare le previsioni sugli utili del trimestre seguente.*
- 4) Includere una rappresentazione del conto economico (income statement).*
- 5) Includere il rendiconto finanziario (cash flow statement) e lo stato patrimoniale (balance sheet).*
- 6) Minimizzare la presenza di informazioni non previste dai principi contabili (non-GAAP/non-IFRS).*

2.8 Conclusioni

Riassumendo quanto emerso nell'ambito della consultazione, è possibile distinguere tre posizioni fondamentali espressione degli *stakeholders*.

- 1) Da una parte vi è la posizione di coloro che ritengono utile e necessario introdurre un obbligo relativo all'informativa trimestrale. In questo senso si registrano le argomentazioni riportate nel contributo di FEDERSUPPORTER, secondo cui “*sussistono tutti i presupposti e tutte le condizioni affinché la Commissione voglia disporre la presentazione e la pubblicazione [...] della rendicontazione relativa all'obbligo abrogato*”; nel contributo di ASCOPIAVE, che appare favorevole “*alla pubblicazione delle "trimestrali" poiché ha creato le condizioni per la individuazione di benchmark positivi in corso d'anno*”; nel contributo del Prof. Dezzani (Università di Torino), secondo cui “*le relazioni trimestrali non standardizzate non servono a nulla. Le società pubblicano le informazioni favorevoli ed omettono quelle sfavorevoli. Si è molto favorevoli al mantenimento di una relazione trimestrale contenente almeno la situazione economico-finanziaria nella struttura del bilancio d'esercizio*”.

Analogha posizione, con differenti argomentazioni, è sostenuta anche da analisti e consulenti. Il *Financial Reporting Policy Group* di *CFA Institute* ha supportato nel proprio contributo la pubblicazione di relazioni trimestrali, raccomandando che queste contengano lo stesso livello di informazione delle relazioni annuali. Nel contributo di AIAF, ove non è emersa la condivisione della decisione di “*cancellare l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali*”, auspicando “*che venga comunque garantito al mercato un “contenuto minimo informativo” accettabile sia attraverso le rendicontazioni periodiche, pur se sintetiche, sia attraverso l'organizzazione regolare di incontri con gli investitori e conference call*”.

CONSOB

L'Associazione ha ritenuto inoltre *“indispensabile che siano garantiti dei livelli minimi d’informativa distinguendo fra società industriali, banche e compagnie assicurative [...] le società che optino per un’informativa ristretta forniscano comunque tutti gli elementi necessari ad un confronto temporale dei predetti dati, e quindi adottino dei criteri standard mantenuti nel corso del tempo, nonché pienamente confrontabili con i risultati annuali e semestrali; il principio della “fair disclosure” e della “parità di trattamento” degli investitori sia rigidamente rispettato nel caso in cui una società comunichi a un numero ristretto di investitori e/o analisti informazioni o dati rilevanti/sensibili. La cancellazione delle relazioni trimestrali se da un lato potrebbe portare a dei benefici economici (peraltro di entità non rilevante, sulla base delle stime della CE riportate nel documento CONSOB) per le imprese, da un altro non dovrebbe penalizzare un’adeguata informativa al mercato se non si vuole correre il rischio di allontanare da esse investitori ed analisti, specie dalle imprese caratterizzate da una minore “copertura mediatica”.*

- 2) Vi è poi la posizione di *stakeholders* che, per diverse ragioni, non considerano necessaria l’introduzione di un obbligo informativo, auspicando tuttavia la definizione di alcune “regole del gioco” che garantiscano un livello minimo di qualità dei comportamenti e alcuni contenuti informativi minimi, ove gli emittenti optassero per la pubblicazione volontaristica di dati sul proprio andamento economico diversi dal bilancio annuale e dalla relazione semestrale.

In questo senso, nel contributo dell’ANIA si *“ritiene auspicabile che, come già avvenuto in Francia, la redazione della relazione trimestrale sia resa facoltativa per tutti gli emittenti prevedendo, al contempo che: - in sede di prima applicazione della nuova disciplina, gli emittenti debbano comunicare al mercato la propria scelta circa l’eventuale pubblicazione di una informativa trimestrale; - tale scelta possa essere revocata solo dandone opportuna informativa al mercato in modo tempestivo (e.g. entro un tempo non inferiore a 12 mesi); e - l’informativa volontaria resa al mercato faccia almeno riferimento ai fatti più significativi intervenuti nel corso del trimestre”.* Analoghe considerazioni sono state rappresentate nel contributo di UNIPOL.

Secondo il contributo di ASSOGESTIONI *“sembra corretto lasciare agli emittenti la scelta di valutare il trade-off tra i costi e i benefici sottesi alla pubblicazione delle trimestrali, nella consapevolezza che la presenza o l’assenza di informazioni viene comunque associata a un differente premio per il rischio”.* Tuttavia, l’Associazione ha rappresentato l’opportunità di valutare *“per gli emittenti che decidano volontariamente di pubblicare le relazioni trimestrali, la predisposizione di un set di raccomandazioni circa il contenuto delle informazioni e le loro modalità di diffusione”.*

Secondo il contributo dell’ADEIMF *“la decisione di limitare la frequenza con cui obbligatoriamente le imprese comunicano i propri risultati può essere validamente motivata. Può contrastare una tendenza a sovrappesare le decisioni di breve termine, ridurre gli oneri amministrativi con vantaggi più che proporzionali per le realtà aziendali di minori dimensioni. Non compromette la liquidità dei mercati considerando che una parte importante delle transazioni è realizzata da high frequency traders che operano con orizzonti temporali non scadenzati sulla pubblicazione dei risultati. E che il mercato può sempre contare sugli obblighi di informativa continua. La credibilità dell’informativa trimestrale non può tuttavia essere totalmente delegata al mercato. E’ opportuno che la*

CONSOB

scelta dell'impresa di pubblicare i risultati trimestrali, una volta effettuata, venga mantenuta costante in un arco temporale adeguatamente ampio e che i risultati aziendali pubblicati siano sufficientemente analitici e allineati ai principi contabili adottati nella redazione del bilancio”.

Nel proprio contributo ASSIREVI ha osservato che *“la pubblicazione dell’informativa periodica aggiuntiva non debba essere necessariamente obbligatoria, anche tenendo conto delle altre informazioni soggette ad obblighi di diffusione di informazioni al pubblico. La trimestrale può essere ritenuta dalla singola azienda uno strumento utile nel miglioramento dei rapporti con i propri investitori. Appare opportuno prevedere standard di riferimento per la loro redazione, sulla scorta dell’esperienza maturata in altri ordinamenti europei”.* L’Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” dell’Università Bocconi, nel proprio contributo ha richiamato le scelte di politica legislativa compiute a livello europeo e nazionale, insieme all’esigenza di contenere gli oneri regolamentari degli emittenti, per sostenere l’opportunità che *“Consob non disponga, in via generale, l’obbligo per le società quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine di pubblicare informazioni finanziarie periodiche relative al primo e al terzo trimestre di esercizio. Non è auspicabile la previsione generale e predeterminata di obblighi selettivi di predisposizione e pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali per alcune categorie di emittenti (verso i quali Consob può comunque fare ricorso ai penetranti poteri previsti dagli artt. 114, c. 5 e 115 TUF)”.* Secondo il medesimo Osservatorio vi è tuttavia *“la necessità di un intervento regolatorio sul contenuto minimo e sulle modalità di pubblicazione volontaria delle relazioni finanziarie trimestrali o di altre informazioni finanziarie aggiuntive da parte degli emittenti. In particolare, pare opportuno: 1) estendere alle “trimestrali” i medesimi principi che governano la comunicazione dei dati strategici o previsionali; 2) il contenuto dovrebbe avere precipuo riguardo non soltanto ai risultati del periodo di riferimento, ma anche al perseguimento da parte dell’emittente dei propri obiettivi di natura strategica e alle prospettive di crescita futura, in un’ottica di valorizzazione dei traguardi di lungo periodo dell’impresa; 3) precisare in via regolamentare quale debba essere la periodicità minima per la volontaria messa a disposizione del pubblico delle relazioni (4/6 trimestrali); definire i termini per esercitare le opzioni in parola (es. 31/12)”.*

Sulla stessa linea si colloca il contributo del Prof. Vella (Università di Bologna), secondo cui *“la letteratura fornisce evidenze sui costi della relazione trimestrale, di difficile quantificazione perché firm specific, e dunque pare supportare l’esigenza di lasciare agli emittenti la valutazione dell’opportunità di una disclosure più frequente. Questa trasparenza volontaria deve peraltro essere assistita da solidi presidi di uniformità sotto il profilo dei contenuti e della forma per favorire un’adeguata omogeneità dei flussi informativi. Nel valutare le scelte in questo campo appare inoltre utile considerare che dei vantaggi degli interim report beneficiano tipicamente gli investitori istituzionali e che difficilmente una maggiore trasparenza infrannuale potrà aiutare gli investitori retail”.*

A supporto dell’opzione secondo cui la scelta debba essere rimessa agli emittenti, anche la Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) ha manifestato *“la necessità di favorire un regime regolamentare minimo comune tra le principali piazze finanziarie”* suggerendo *“che anche nel nostro Paese venga eliminato l’obbligo alla relazione trimestrale, per evitare maggiori ostacoli e costi aggiuntivi per le imprese italiane che desiderano avvicinarsi al mercato*

CONSOB

finanziario”. In tal modo, “*ciascuna impresa valuterà costi, opportunità, modalità di gestione delle relazioni con il mercato*”. Rispetto all’esigenza di definire alcuni principi alla base di tali libere valutazioni, la soluzione regolatoria “*francese appare di particolare interesse sia in quanto vengono definite regole di standardizzazione e consistenza per le eventuali relazioni trimestrali diffuse volontariamente dalle aziende sia soprattutto per il tentativo di tutelare gli investitori “non informati” rispetto a quelli istituzionali*”.

- 3) Ulteriore posizione, di massima flessibilità, è quella che prevedrebbe di affidare inizialmente al libero incontro di domanda e offerta di informazioni la determinazione sia della scelta di pubblicazione sia le relative modalità, nel rispetto del quadro normativo complessivo e, in particolare, degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate. Secondo il contributo di ASSONIME, a favore di tale approccio, “*appare quanto mai opportuno garantire agli emittenti la massima flessibilità sia con riferimento alla decisione se pubblicare o meno informazioni finanziarie periodiche aggiuntive sia con riferimento alla scelta del contenuto delle informazioni da divulgare. La preferenza per un regime flessibile di disclosure si accompagna alla sentita esigenza di seguire principi chiari nella gestione della comunicazione di tale informativa periodica aggiuntiva. In questo senso, Assonime, nella sua circolare n. 12 del 2016, ha raccomandato alle società di definire al proprio interno una politica di gestione dell’informativa finanziaria periodica pubblicata su base volontaria al fine di garantire continuità e regolarità di informazione al mercato, con riferimento sia ai suoi contenuti sia alla tempistica sia alle modalità di diffusione delle informazioni; ha inoltre raccomandato che tali politiche vengano adottate dall’organo di amministrazione e rese pubbliche. Una soluzione analoga a quella scelta dall’AMF (raccomandazione su pubblicazione volontaria) potrebbe essere adottata dalla Consob attraverso una propria raccomandazione, ma si ritiene opportuno che questa eventualità sia valutata ex-post alla luce di un’analisi degli effettivi comportamenti degli emittenti, per i quali, come si è detto, si sta già determinando una prassi, anche sulla base delle indicazioni fornite da Assonime con la citata circolare.*



3. ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

Sulla base delle risposte alla consultazione e delle ulteriori analisi effettuate, in ordine alle posizioni espresse dai rispondenti (sintetizzate nel precedente paragrafo), sono state prese in considerazione tre opzioni di intervento:

1. ***Reintrodurre l'obbligo di pubblicazione del rendiconto intermedio di gestione.***
 - a. ***Onerosità:*** aumentano degli oneri regolatori per gli emittenti, non integralmente in quanto la reportistica viene normalmente effettuata anche a fini gestionali, con impatto asimmetrico, a causa della struttura di costo per la rilevazione e la pubblicazione fortemente eterogenea, specifica per impresa e settore.
 - b. ***Utilità per le decisioni di investimento:*** l'utilità aggiuntiva è legata sostanzialmente alla definizione di elementi informativi in grado di standardizzare l'informativa e favorire la comparabilità fra i titoli quotati.
 - c. ***Accesso PMI:*** le società di minori dimensioni sopportano i costi di rendicontazione in corrispondenza di una copertura significativamente inferiore da parte dei soggetti che riprendono e diffondono le informazioni periodiche.
 - d. ***Short-Termism:*** è possibile prevedere un'amplificazione della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.
 - e. ***Ottica comparatistica:*** a parità di altre condizioni, aumentano degli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee.

2. ***Non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva ma definire principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare informazioni su base volontaria.***
 - a. ***Onerosità:*** non aumentano gli oneri regolatori per gli emittenti, i quali possono valutare la sostenibilità delle attività di reportistica e di diffusione di informazioni ulteriori rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali sulla base delle specifiche strutture di costo e dei benefici in termini di (minor) costo del capitale connessi alla diffusione di informazioni al pubblico.
 - b. ***Utilità per le decisioni di investimento:*** la tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato è associata agli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto d'offerta. Il rischio di approccio opportunistico da parte degli emittenti è mitigato dalla definizione di principi di pubblicità, chiarezza e stabilità della politica di pubblicazione di informazioni aggiuntive, nonché di coerenza, correttezza e adeguata accessibilità di tali informazioni.
 - c. ***Accesso PMI:*** le società possono valutare il *set* di informazioni da rendicontare e pubblicare in base alla specifica valutazione di costi e benefici.
 - d. ***Short-Termism:*** è possibile prevedere un contenimento della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.
 - e. ***Ottica comparatistica:*** a parità di altre condizioni, non aumentano gli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee. I principi stabiliti in via regolamentare

CONSOB

come cornice alla pubblicazione volontaria consentono di evitare approcci opportunistici alla pubblicazione delle informazioni, sostenendo la fiducia degli investitori e allineando il mercato italiano a quello di uno dei principali Paesi membri (Francia).

3. *Non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva né principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare informazioni su base volontaria.*

- a. **Onerosità:** non aumentano gli oneri regolatori per gli emittenti, i quali possono valutare la sostenibilità delle attività di reportistica e di diffusione di informazioni ulteriori rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali sulla base delle specifiche strutture di costo e dei benefici in termini di (minor) costo del capitale connessi alla diffusione di informazioni al pubblico.
- b. **Utilità per le decisioni di investimento:** la tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato è associata agli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto d'offerta. Il rischio di approccio opportunistico da parte degli emittenti non è mitigato in assenza di adeguati ed effettivi interventi di autoregolamentazione da parte degli operatori.
- c. **Accesso PMI:** le società possono valutare il *set* di informazioni da rendicontare e pubblicare in base alla specifica valutazione di costi e benefici.
- d. **Short-Termism:** possibile contenimento della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.
- e. **Ottica comparatistica:** a parità di altre condizioni, non aumentano degli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee.

Nel seguente quadro sinottico vengono riassunti i “segni” (positivo/negativo) e i “pesi” (basso/medio/elevato) relativi alla valutazione dell'impatto legato agli elementi appena esposti.

Opzione	Onerosità	Utilità investitori	Accesso PMI	Short-Termism	Ottica comparata
1)	-	++	--	-	--
2)	++	+	+	+	++
3)	++	---	+	+	+

Alla luce di tali elementi l'Opzione 2) è stata valutata la soluzione ragionevolmente idonea a conseguire le finalità dell'atto di regolazione con i minori oneri aggiuntivi per i destinatari.

CONSOB

4. ARTICOLATO DELLE MODIFICHE AL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971 DI ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 CONCERNENTE LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI (DI SEGUITO “REGOLAMENTO EMITTENTI”)

Le modifiche regolamentari predisposte ad esito dell’analisi di impatto di cui al precedente paragrafo riguardano le disposizioni dell’articolo 65-*bis* del Regolamento Emittenti, e l’introduzione dell’articolo 82-*ter* in forza della delega regolamentare conferita alla Consob dall’articolo 154-*ter*, comma 5, del TUF.

Il nuovo articolo 82-*ter*, di cui si propone l’inserimento, prevede alcune regole “quadro” applicabili agli emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine che pubblicano su base volontaria informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali, definendo principi e criteri applicativi volti a tutelare gli investitori.

La lettera *a*) del comma 1 richiede a tali emittenti di rendere pubblica l’intenzione di comunicare le informazioni periodiche aggiuntive al mercato, specificando i relativi elementi informativi (i.e. commento ai principali eventi del periodo, redazione di una specifica relazione, dati di fatturato/dati contabili, ecc.), in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo. Affinché la *policy* risulti sufficientemente stabile e la pubblicazione non avvenga sulla base di un calcolo opportunistico, legato esclusivamente alla rappresentazione dei dati positivi sulla situazione economica dell’emittente, la decisione di interrompere la pubblicazione dovrà essere motivata e resa pubblica, acquistando efficacia a partire dall’esercizio successivo.

Ai sensi della lettera *b*) del comma 1, si richiede agli emittenti di comunicare la tempistica prevista per la pubblicazione di tali informazioni. Tale informativa potrà, ad esempio, essere fornita nella sezione “calendario degli eventi societari” (*corporate calendar*) qualora prevista dal Regolamento della società di gestione del mercato¹⁰.

Con particolare riferimento alla tempistica di pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive, pur non essendo esplicitamente indicato dalla norma un termine entro il quale dovrà essere effettuata, ci si attende che la scelta di consentirne la comunicazione su base volontaria possa determinare una maggiore tempestività nella elaborazione e diffusione delle informazioni al mercato, rispetto ai 45 giorni (dalla chiusura del trimestre) precedentemente previsti per il resoconto intermedio di gestione. E’ fatta salva la facoltà per la società di gestione del mercato di prevedere termini di pubblicazione più stringenti.

La lettera *c*) stabilisce alcuni principi ai quali gli emittenti devono attenersi nella pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive. Ad essi è infatti richiesto di garantire la coerenza e la correttezza delle informazioni periodiche aggiuntive diffuse al pubblico, e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie. In particolare, al fine di permettere la valutazione del *trend* gestionale, si richiama l’attenzione sull’opportunità di confrontare i dati contabili eventualmente

¹⁰ L’articolo 2.6.2 del Regolamento di Borsa Italiana prevede infatti che l’emittente è tenuto a comunicare a Borsa Italiana, entro 30 giorni dal termine dell’esercizio sociale precedente, il calendario annuale degli eventi societari nel quale sono precisati, anche sotto forma di intervalli temporali, le date stabilite per la riunione dell’organo competente di approvazione del primo e terzo resoconto intermedio di gestione dell’esercizio in corso. Le medesime comunicazioni sono altresì diffuse al pubblico secondo le modalità ivi indicate. Tali modalità sono considerate adeguate anche ai fini di quanto previsto dall’articolo 82-*ter* del Regolamento Emittenti, di cui si propone l’inserimento.

CONSOB

pubblicati nelle informazioni periodiche aggiuntive con quelli forniti nella precedenti rendicontazioni periodiche. Le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive pubblicate dovrebbero trovare riscontro nel set informativo riportato nelle relazioni finanziarie *ex art. 154-ter* del TUF in precedenza pubblicate.

Inoltre si ricorda che, nel caso in cui siano fornite informazioni di carattere quantitativo nella forma di indicatori di *performance* diversi da quelli definiti dai principi contabili applicabili (misure non-GAAP/non-IFRS), gli emittenti sono altresì tenuti a fornire le informazioni richieste dagli Orientamenti ESMA del 5 ottobre 2015 in materia di indicatori alternativi di *performance* (ESMA/2015/1415it).

Si precisa, inoltre, che la pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive potrà assumere la forma anche di un comunicato stampa, non essendo necessario predisporre un apposito documento (i.e. relazione trimestrale).

In ogni caso, la proposta di inserimento dell'articolo 82-*ter* non pregiudica l'applicazione degli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati (o in sistemi multilaterali di negoziazione) secondo quanto previsto dalla normativa di riferimento europea (regolamento (UE) n. 596/2014 e relativi atti di livello 2) e nazionale.

Con particolare riguardo agli emittenti sottoposti a vigilanza prudenziale, resta ferma la necessità di valutare la sussistenza dei richiamati obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate con riferimento alle informazioni contenute nelle situazioni contabili destinate ad essere riportate o ad alimentare le segnalazioni di vigilanza richieste dalla normativa prudenziale applicabile.

Il comma 2, come anticipato, richiede agli emittenti di rendere pubblica la motivazione sottostante alla decisione di modificare la *policy* adottata ai sensi della lettera *a*). Al fine di assicurare la chiarezza e la stabilità nel tempo della *policy*, si ritiene necessario che la decisione di interrompere la pubblicazione o di modificare, in modo sostanziale, il contenuto delle informazioni periodiche aggiuntive deve essere adeguatamente motivata e resa nota al pubblico. Al fine di evitare che la pubblicazione o meno di informazioni periodiche aggiuntive avvenga sulla base di un calcolo opportunistico, si richiede di effettuare tale valutazione avendo come orizzonte almeno un esercizio e, pertanto, la comunicazione che rende pubblica l'intenzione di interrompere la pubblicazione sarà efficace solo a partire dall'esercizio successivo.

Infine, al fine di garantire, un adeguato livello di diffusione e la parità di trattamento degli investitori, secondo quanto previsto dal comma 3, dovranno essere adottate le modalità di diffusione e di stoccaggio previste dal Regolamento Emittenti per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

Tali disposizioni saranno oggetto di monitoraggio da parte della Consob nell'arco del prossimo biennio e, sulla base della delega regolamentare contenuta nell'art. 154-*ter*, commi 5 e 5-*bis*, del TUF, l'Istituto potrà sottoporle a revisione in considerazione degli esiti della valutazione di impatto della regolamentazione che sarà effettuata entro due anni dall'entrata in vigore delle stesse.

(...)

CONSOB**PARTE III****EMITTENTI**

(…)

TITOLO II**Informazione societaria****Capo I****Disposizioni generali**

(…)

Art. 65-bis*(Requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate)*

1. Gli emittenti valori mobiliari rendono pubbliche le informazioni regolamentate assicurando un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione in tutta l'Unione Europea. A tale fine le informazioni sono trasmesse utilizzando strumenti che garantiscono:

a) la relativa diffusione:

1. per quanto possibile simultanea, in Italia e negli altri Stati membri dell'Unione Europea, ad un pubblico il più ampio possibile;

2. ai media:

a. nel loro testo integrale senza *editing*;

b. in modo tale da assicurare la sicurezza della comunicazione, minimizzare il rischio di alterazione dei dati e di accesso non autorizzato nonché da garantire certezza circa la fonte di tali informazioni;

b) la sicurezza della ricezione rimediando quanto prima a qualsiasi carenza o disfunzione nella comunicazione delle informazioni regolamentate. Il soggetto tenuto alla diffusione delle informazioni non è responsabile di errori sistemici o carenze nei media ai quali le informazioni regolamentate sono state comunicate;

c) che le informazioni siano comunicate ai media in modo tale da chiarire che si tratta di informazioni regolamentate e identifichino chiaramente l'emittente in questione, l'oggetto delle informazioni e l'ora e la data della loro comunicazione da parte del soggetto ad essa tenuto.

2. Nel caso delle relazioni finanziarie annuali e semestrali, **informazioni finanziarie periodiche aggiuntive** ~~dei resoconti intermedi sulla gestione~~ e ove specificamente indicato nel presente regolamento, il requisito indicato al comma 1, lettera a), numero 2, punto a., è considerato soddisfatto se l'annuncio riguardante la pubblicazione delle informazioni regolamentate viene comunicato ai media, trasmesso al meccanismo di stoccaggio autorizzato e indica in quale sito

CONSOB

internet, oltre che in quale meccanismo di stoccaggio autorizzato delle informazioni regolamentate, tali informazioni sono disponibili.

3. Gli emittenti valori mobiliari predispongono, ove non già disponibile, un sito internet per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

(...)

Sezione V Informazione periodica

(...)

Art. 82-ter

(Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive)

1. Gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine che, su base volontaria, intendono comunicare al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alla relazione finanziaria annuale e semestrale previste dall'articolo 154-ter, commi 1 e 2, del Testo unico, si attengono ai seguenti principi e criteri applicativi:

- a) rendono pubblica l'intenzione di comunicare tali informazioni, specificando i relativi elementi informativi, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo;
- b) specificano i termini per l'approvazione e la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive da parte dell'organo competente;
- c) garantiscono la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie;
- d) assicurano un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea.

2. Nel caso in cui gli emittenti di cui al comma 1 intendano modificare gli elementi informativi di cui alla lettera a), o interrompere la comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, rendono pubbliche le decisioni assunte e le relative motivazioni. Ai fini della chiarezza e stabilità dell'informazione societaria, la decisione di interrompere la pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive è efficace a partire dall'esercizio successivo.

3. Ai fini di quanto previsto dal comma 1 e 2, si applicano gli articoli 65-bis, comma 2, 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies.